

### Russische Währung: Ist der Rubel richtig bewertet?

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. N. (1999). *Russische Währung: Ist der Rubel richtig bewertet?* (Aktuelle Analysen / BIOst, 41/1999). Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-48162>

#### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

#### Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.



## Aktuelle Analysen

Nr. 41/1999

12. Oktober 1999

### Russische Währung: Ist der Rubel richtig bewertet?

#### **Zusammenfassung**

Nach drei weitgehend erfolgreichen Jahren eines fixierten Wechselkurses mußte der Rubel wegen makroökonomischer Verwerfungen im Spätsommer freigegeben werden. Es stellt sich die Frage, ob heute ein gleichgewichtiger Wechselkurs vorliegt. Wesentliche Einflußfaktoren auf den Wechselkurs sind 1. die Inflationsrate, 2. die "Endogenität" des nun floatenden Rubels in bezug auf die Terms of Trade und 3. die Kapitalbewegungen nach und aus Rußland. Die massive Abwertung eilte 1998 der Inflationsrate voraus und sorgte für einen gleichgewichtigen Wechselkurs unter Ausgleich der früheren realen Aufwertung. Die monatlichen Leistungsbilanzsalden weisen eine Verbesserung auf, was ebenfalls auf eine "richtige" Bewertung bzw. aktuelle Unterbewertung hindeutet. Dagegen ist der Rubel für Transaktionszwecke im Bereich der Kapitalbilanz überbewertet. Entlastung schafft die von der russischen Seite erzwungene Nichtbedienung wesentlicher Posten der Hartwährungsschuld.

#### **Abwertungsrate größer als Inflationsrate**

Die russische Stabilisierungs- und Transformationspolitik stützt sich seit 1995 auf eine weitgehende Fixierung des Umtauschverhältnisses des russischen Rubels zum US-Dollar. Dieser sogenannte nominelle Anker funktionierte rund drei Jahre mehr oder weniger erfolgreich. Er wurde von der Zentralbank garantiert und unter Verwendung verschiedener wechselkurspolitischer Instrumente, unter denen der Einsatz der Devisenreserven eine wichtige Rolle spielte, durchgesetzt. Der eingeschlagene wechselkurspolitische Pfad mußte jedoch am 17. August 1998 verlassen werden, als klar wurde, daß die viel zu hohe kurzfristige Binnenschuld der Zentralregierung (Föderation) das Vertrauen der Anleger in die russische Wirtschaftspolitik unterminiert hatte. Der Vertrauensschwund löste eine Flucht aus dem Rubel aus, gegen den die mittlerweile geschrumpften Devisenreserven der russischen Zentralbank einschließlich der IWF-Milliarden nichts ausrichten konnten.

Allein in den ersten Stunden nach der Ankündigung der Einführung eines weitgehend interventionsfreien Floatings verlor der Rubel gegenüber dem amerikanischen Dollar massiv an Wert. Zunächst erfolgte eine abrupte Abwertung um mehr als 50% von ca. 6,2 Rubel auf knapp 10 Rubel je US-Dollar, die sich dann mit sinkender Tendenz in den Herbst- und Wintermonaten 1998 und Anfang 1999 fortsetzte. Die Entwicklung des Rubelkurses und die Offenbarung der gänzlich gescheiterten russischen Reformanstrengungen veranlaßten die meisten Analysten zu pessimistischen Vorhersagen in bezug auf Wachstum, Inflation, Außenschuld und Währungsstabilität. Die bisherige

Geschichte der Moskauer Transformation vom Plan zum Markt lieferte ausreichend Anlaß, um nach dem 17. August eine ähnlich negative Entwicklung zu erwarten wie zwischen 1992 und 1996. Bekanntlich war die russische Volkswirtschaft damals von einer umfassenden Dollarisierung erfaßt, und Produktion und Investitionen gingen stark zurück.

Mit dem Scheitern des alten wirtschaftspolitischen Modells, das durch relativ strikte Geld- und Wechselkurspolitik, aber lockere Budgetpolitik und Defizitfinanzierung durch "heißes Geld" gekennzeichnet war, geriet auch die Inflationsrate außer Kontrolle. Somit wurden die erzielten Erfolge bei der Eindämmung der hohen Preissteigerungsraten der vergangenen Jahre ebenfalls in Frage gestellt. Zugleich ist eine anziehende Inflation eine fundamentale Voraussetzung für die weitere Währungsabwertung, da Preisniveaus und Wechselkurse eng miteinander korrelieren. Allerdings beruhigte sich die Inflationsrate 1999 zunehmend, und die Verbraucherpreise stiegen zwischen August 1998 und August 1999 um "nur" rund 120%. Auf Monatsbasis war der Preissprung mit ca. 40% jedoch im September 1998, als sich die Importe abwertungsbedingt plötzlich verteuerten, am größten, während 1999 die monatliche Teuerungsrate durchschnittlich 2% beträgt.

Sehr viel deutlicher ist dagegen der US-Dollar gestiegen bzw. der Rubel gefallen: Sowohl im September als auch in den Herbstmonaten bis Ende 1998 lagen die Abwertungsraten über den jeweiligen Inflationsraten. In der Folge hat sich der Dollar zwischen August 1998 und August 1999 vervierfacht, so daß sich Inflations- und Abwertungsindex in etwa wie 2,2 zu 4,0 verhalten. Es hat folglich eine deutliche reale Aufwertung des US-Dollars stattgefunden. Sie hat die in den Jahren davor eingetretene "schleichende" reale Aufwertung der russischen Währung, als wegen der weitgehenden Rubelfixierung die Wechselkursanpassung hinter der Inflationsrate blieb, wettgemacht.

### **Leistungsbilanz stützt Wechselkurs**

Bekanntlich hatten sich die Leistungsbilanzsalden der Russischen Föderation ab dem Herbst 1997 kontinuierlich verschlechtert, und Schätzungen gingen von negativen Außenwirtschaftsergebnissen in den Folgemonaten aus. Abgesehen von exogenen Einflußfaktoren – rückläufige Entwicklung der Rohstoffpreise (ungünstige Terms of Trade) und z. T. der vorhandenen Exportstruktur, die sich durch Beharrungsvermögen auszeichnet –, wurde dies auf die o. g. reale Überbewertung des Rubels zurückgeführt. Stimmen – je nach politischer Couleur – wurden laut, den nominellen Anker aufzugeben oder Devisenkontrollen einzuführen. Beides ist schließlich eingetreten, obwohl die Intention der Leistungsbilanzverbesserung nur über den Markt und nicht dank einer entsprechenden "guten" Wirtschaftspolitik erzielt worden ist. Die Weltmarktpreise für Rohstoffe sind einerseits gestiegen, und die krisenbedingte Rubelabwertung hat andererseits die Importnachfrage dezimiert. Der Effekt war eine verbesserte Leistungsbilanz, getragen vor allem vom Handel mit Gütern, was nach den gängigen theoretischen Ansätzen auf einen gleichgewichtigen Wechselkurs – ohne Über- bzw. Unterbewertung – schließen läßt. Allerdings kann es sich nur um eine vorübergehende Entlastung handeln, denn der Öffnungsgrad – das Verhältnis der Exporte zum BIP – der russischen Volkswirtschaft ist in US-Dollar gerechnet nach der Abwertung nominal gestiegen. Er beträgt ca. 42% (bei Export- und Produktionsvolumina von jeweils nominal 73,6 und 174,8 Milliarden US-Dollar 1999). Zugleich ist der Exportsektor Rußlands nicht genug diversifiziert und somit wenig in der Lage, externe (Preis-)Schocks zu absorbieren. Anhaltende Inflation gefährdet den Rubel, und ein erneuter Verfall der Rohstoffpreise würde, wenn nicht eine wirtschaftliche Besserung eintritt, die Leistungsbilanz bald negativ beeinträchtigen.

### **Gefahrenquelle Außenschuld**

Scheinen die Gefahren, die inflations- und leistungsbilanzseitig die Wechselkursstabilität bedrohen, auch momentan gebannt, so ist der Einfluß der Staatsschuld nach wie vor – genau wie vor einem Jahr also – von herausragender Bedeutung für die Rubelstabilität und für den Transformationsfortschritt insgesamt, wenn auch lediglich ein mittelbarer Zusammenhang zwischen öffentlicher Verschuldung

und Inflation einerseits und/oder Veränderung des Umtauschverhältnisses der betroffenen Währung zu anderen Währungen andererseits besteht.

Kreditaufnahme beim Publikum gilt im Unterschied zur Inflationssteuer (über Geldemission) als inflationsneutral. Dies wurde von der Moskauer Geldmengenpolitik in den letzten Jahren verinnerlicht und selbst nach dem Crash in groben Zügen weiter praktiziert. Auch die Schuldenlast schien formal gesehen akzeptabel: Der Rubel ist bei einer inneren Schuldenquote (Verhältnis Schuld zu BIP) der Russischen Föderation von nur 24% im Spätsommer 1998 zusammengebrochen, während fast alle westlichen Länder weitaus darüberliegen und sich dennoch einer ausgesprochenen Geldwertstabilität erfreuen.

Was ist in Rußland diesbezüglich anders? Eine Besonderheit der dortigen Binnenschuld ist die Struktur der Forderungen, die bis zur Krise 1998 bis zu einem Drittel von westlichen Gläubigern gehalten wurden. Sie haben Dollar gegen Rubel getauscht und angelockt von der Wechselkursgarantie der Zentralbank diese der Regierung geliehen. Alle Papiere mußten höher verzinst werden als vergleichbare Anleihen westlicher Regierungen. Ferner hat Moskau seit den 70er Jahren ständig Hartwährungsschulden bei offiziellen und privaten (institutionellen) Gläubigern akkumuliert. Bei einer Gesamtschuld (Binnen- und Außenschuld) von voraussichtlich rund 175 Milliarden US-Dollar Ende 1999 würde ein geordneter Zinsendienst rund 9 Milliarden US-Dollar erfordern. Würden demzufolge alle Gläubiger auf Ratenzahlungen verzichten und nur Zinsüberweisungen akzeptieren, müßte dieser Betrag unbedingt aufgebracht werden, um ihr Vertrauen in die Seriosität des Schuldners zu stärken. Das ist wichtig, denn die Erfahrung mehrerer erfolgreicher Transformationsländer zeigt, daß Finanzierungslücken auf Dauer durch externe Kreditaufnahme zu schließen sind, wenn der Schuldner zahlungswillig bleibt. Ein herausragendes Beispiel ist hierbei Ungarn, das zeitweilig eine äußere Schuldenquote von über 100% des BIP aufgewiesen hat, aber niemals Zweifel an seiner Bereitschaft, pünktlich zu bedienen, aufkommen ließ.

In Rußland schließt die Leistungsbilanz 1999 zwar voraussichtlich mit einem positiven Saldo von 14 Milliarden US-Dollar ab. Zugleich ist aber auch die Kapitalflucht gestiegen. Zum Teil nimmt sie legale Formen an – als Kapitalexport russischer Unternehmen für Beteiligungskäufe im Ausland oder als verzögerte Überweisung von Exporteinnahmen, um die Kapitalverkehrskontrollen der Regierung zu umgehen, u.a.m. Da auch die Devisenreserven der Zentralbank etwas aufgestockt werden, verbleibt eine Finanzierungslücke, die durch erzwungenen Zahlungsaufschub – das ist für die Kapitalmärkte die ungünstigste Lösung – geschlossen wird. Andernfalls würde der Druck auf den Wechselkurs wieder größer werden, und Abwertungsschritte würden folgen. Hingegen erfolgt jetzt eine künstliche Kursstabilisierung durch Verzicht auf einen korrekten Schuldendienst.

## Fazit

Die Frage nach dem "richtigen", d.h. gleichgewichtigen Wechselkurs kann nur unter Berücksichtigung der Wirkung jener Einflußfaktoren, die Auf- und Abbewegungen der Währung herbeiführen, beantwortet werden. In den vorangegangenen Ausführungen wurde besonders auf die Preisniveauentwicklung im Inland bzw. auf das Inflationsdifferential zwischen dem In- und Ausland verwiesen. Es stellt sich heraus, daß die nominale Rubelabwertung in den letzten 12 Monaten weitaus größer war als die Inflationsrate, so daß eine reale Aufwertung der Referenzwährung, des Dollars, eingetreten ist. Sie hat die reale Rubelaufwertung der letzten Jahre ausgeglichen und für einen etwas unterbewerteten Rubel (mit der Verbraucherpreisentwicklung als Deflator) gesorgt. Ferner wurden die Leistungsbilanzsalden der letzten Monate als Kriterium für einen über- oder unterbewerteten Rubel herangezogen. Es wurde festgestellt, daß eine deutliche Verbesserung der Leistungsbilanz eingetreten ist. Hauptverantwortlich dafür ist der abwertungsbedingte Importrückgang, wobei unter den Bedingungen eines (weitgehend) freien Floats die Preise der international gehandelten Güter eine exogene Größe darstellen. Das bedeutet, daß sich der Wechselkurs (endogen) anpaßt und daß diese Anpassung gegenwärtig ohne "Gefährdung" der Leistungsbilanz verläuft.

Gegenwärtig kann daher von einem gleichgewichtigen Rubelkurs gesprochen werden. Da die Leistungsbilanz lediglich einen Teil der Austauschbeziehungen einer Volkswirtschaft mit dem Rest der Welt widerspiegelt – den Handel mit Gütern und Diensten –, ist zu hinterfragen, wie sonstige Transaktionen den Wechselkurs beeinflussen. Der russische Rubel ist 1998 zusammengebrochen, nachdem es sich herausgestellt hat, daß die Kapitalzuflüsse nach Rußland unzureichend sind, um den vertraglich festgelegten Forderungen der internationalen Kreditgeber zu entsprechen.

Schwachpunkt der Moskauer Wirtschaftspolitik war und ist z. T. immer noch der Haushalt, der sich zur Defizitfinanzierung stark in die Abhängigkeit von internationalen kurzfristigen Kapitalspritzen begeben hatte. Seitdem bewegt sich die Lösung der russischen Schuldenproblematik in Richtung Schuldenerlaß bei den von Ausländern gehaltenen Rubelobligationen der Föderation oder hin zu laufender Umschuldung bei den Dollarverbindlichkeiten (was letztendlich dasselbe ist). Die Weigerung bzw. Unmöglichkeit der russischen Seite, die Dollarschuld vertragsgemäß zu bedienen, und die Bereitschaft der internationalen Partner, dies zu akzeptieren, "retten" den Rubel, indem sie Druck vom Wechselkurs nehmen und den Regierungsfinanzen Erleichterung verschaffen. Ein überbewerteter Rubel macht die Bedienung jener Schuldenposten, die noch nicht Restrukturierungsgegenstand sind, in Rubel gerechnet billiger. Andernfalls müßten weitere Budgetmittel für den Schuldendienst herangezogen werden.

Ognian Hishow

Die Meinungen, die in den vom BUNDESINSTITUT FÜR OSTWISSENSCHAFTLICHE UND INTERNATIONALE STUDIEN herausgegebenen Veröffentlichungen geäußert werden, geben ausschließlich die Auffassung der Autoren wieder.

© 1999 by Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Köln

Abdruck und sonstige publizistische Nutzung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe gestattet.  
Belegexemplare erwünscht.

Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Lindenbornstr. 22, D-50823 Köln,  
Telefon 0221/5747-0, Telefax 0221/5747-110; Internet: <http://www.biost.de>  
E-mail: [administration@biost.de](mailto:administration@biost.de)

ISSN 0945-4071